Intervenções cambiais do BC

Márcio Garcia

O anúncio feito por Ben Bernanke, em maio de 2013, de que o estímulo monetário que vinha sendo ministrado pelo Fed seria gradualmente reduzido causou enorme turbulência nos mercados mundiais. Ativos de risco sofreram grandes perdas e moedas de países emergentes se desvalorizaram. Entre elas, o real.

Em resposta à forte depreciação do real, bem como ao aumento da volatilidade, o BC decidiu intervir no câmbio. A partir de fins de agosto de 2013, anunciou um programa que envolvia venda de US$ 2 bilhões de swaps cambiais por semana, além de empréstimo semanal de US$ 1 bilhão aos bancos.

O gráfico mostra que o anúncio do programa pode ser associado a uma forte queda na taxa de câmbio. Posteriormente, o BC anunciou que o programa prosseguiria em 2014, embora com redução substancial da venda semanal de swaps para US$ 1 bilhão. O segundo anúncio, como mostrado no gráfico, parece não ter surtido o mesmo efeito do primeiro.

Apesar do enorme volume de intervenções cambiais, próximo a US$ 90 bilhões, pesquisa que venho realizando com Laura Pitta e Marcos Chamon mostra que o comportamento do real não parece ter sido muito distinto do das demais moedas emergentes. O que contraria a visão predominante no mercado de que, não fossem as intervenções do BC, a taxa de câmbio estaria muito mais alta.

Como é possível que a intervenção do BC tenha sido responsável pela apreciação do real, e, ao mesmo tempo, evolução similar da taxa de câmbio tenha sido observada em outros países em que as autoridades não intervieram ou o fizeram em muito menor intensidade? Uma hipótese plausível me foi sugerida por Eduardo Loyo.

A hipótese é que a enorme depreciação do real na esteira do anúncio do "tapering" tenha aumentado significativamente a demanda por proteção (hedge) cambial. Devido às altas taxas de juros no Brasil, o hedge cambial é muito caro, o que faria com que os agentes tendessem a comprar pouco seguro contra a depreciação do real antes do "tapering". A depreciação "pós-tapering", contudo, teria levado os gerentes financeiros das empresas a reavaliarem o benefício do hedge, o que ensejou maior demanda por proteção cambial. Assim, se o BC não tivesse ofertado o hedge cambial, o real teria se depreciado muito além das demais moedas emergentes.

Caso o fluxo cambial não melhore, o Banco Central terá que vender ou emprestar reservas para irrigar o mercado

Quais as perspectivas do programa de intervenção cambial do BC? Como explicado em meu artigo com Tony Volpon, disponível na minha página na web, o sucesso do programa de vendas de swaps cambiais do BC depende de os bancos comprarem os swaps do BC e oferecerem dólares à vista, que tomam emprestado via linhas de crédito no exterior.

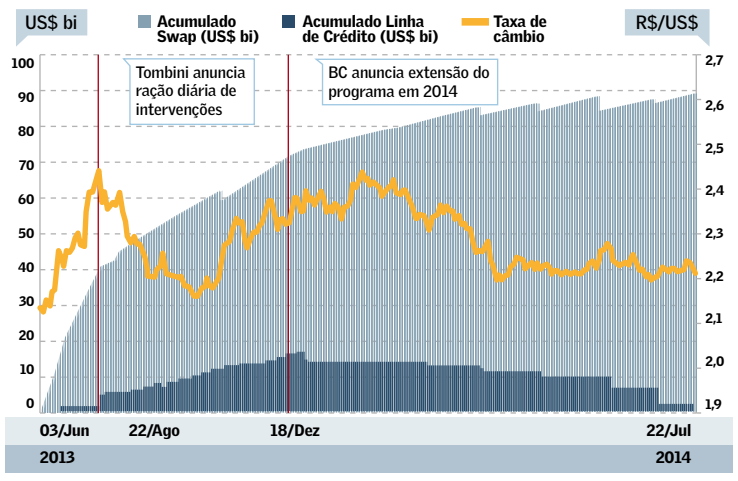
Como, desde o início de suas intervenções cambiais, o BC não vendeu reservas, e o saldo das linhas de crédito leiloadas pelo BC é, hoje, apenas de US$ 2,25 bilhões, a demanda líquida por dólares à vista (spot) vem sendo suprida pelos bancos (agradeço a Sandro Mazerino Sobral por este insight). O movimento de câmbio contratado, que registra todas as compras e vendas de câmbio à vista, mostra que, desde o final de agosto de 2013, as compras cambiais excederam as vendas em cerca de US$ 20 bilhões.

Essas duas dezenas de bilhões de dólares à vista vêm sendo supridas pelos bancos, que tomam emprestados no exterior, via linhas de crédito de curto prazo, para ganhar a diferença entre o cupom cambial (taxa de juros em dólar no Brasil) e a taxa de juros externa. Essa "arbitragem", contudo, encontra limites no risco de crédito (risco de contraparte) dos bancos frente a seus credores externos, entre outros fatores limitadores. Historicamente, o agregado de empréstimos externos de curto prazo tomado pelos bancos tende a não exceder US$ 20 bilhões, valor muito próximo do atual.

Portanto, caso o fluxo cambial (comercial e financeiro) não melhore no futuro próximo, os bancos não mais se disporiam a realizar a arbitragem entre os swaps e o dólar à vista da mesma forma que vem fazendo desde o início do programa do BC. Daí resultaria provável combinação de depreciação cambial com aumento do cupom cambial, sinalizando escassez de dólar à vista. Se quiser evitar que isso ocorra, além das vendas de swaps cambiais, o BC teria que vender ou emprestar suas reservas para irrigar o mercado a vista.

Intervenções cambiais e taxa de câmbio

Dois anúncios, dois efeitos diferentes



Fonte: AC Pastore e BC

Márcio G. P. Garcia, Ph.D. por Stanford, é professor da Cátedra Vinci de Economia, PUC-Rio. Escreve mensalmente neste espaço.

Frase do dia

"O IDH brasileiro não reflete o que aconteceu nos últimos quatro anos porque os dados estão desatualizados".

De Tereza Campello, ministra do Desenvolvimento Social, sobre o índice que mostra o Brasil em 79º lugar entre 187 países

Cartas de Leitores

Xisto americano

A matéria publicada no **Valor** de ontem, na página A12, traduzida do Financial Times, sob o título "Xisto dos EUA reduz ameaça de nova crise no petróleo", permite uma avaliação da importância desse processo de obtenção de gás e petróleo pela técnica da fragmentação hidráulica e os avanços da prospecção horizontal. O mais impressionante é que em 2010 a região de Eagle Ford, no sul do Texas, produziu 15 mil barris de petróleo por dia e nos quatro primeiros meses do corrente ano essa produção foi aumentada para 838 mil barris, o que demonstra a enorme eficiência do setor privado. Resumo da ópera: apesar dos efeitos colaterais, ainda não totalmente avaliados no que se refere à contaminação ambiental dos lençóis freáticos, os americanos conseguiram sair do sufoco em relação ao insumo, principalmente se levarmos em conta as crises ocorridas nos países fornecedores.

Dirceu Luiz Natal
dirluna@gmail.com

O ovo e a galinha

Será lícito uma sociedade viver a exigir um comportamento ético de sua classe política quando uma considerável parte da população procede, quase que instintivamente, de maneira predadora para os recursos públicos ao praticar uma autêntica pirataria trabalhista que envolve a ilegalidade proposital do trabalhador a fim de dispor simultaneamente do seguro desemprego e de um fugaz aumento de renda, num ciclo periódico que, a médio e longo prazo não beneficia nenhum dos vértices do triângulo empregado-empregador-governo? Será que essa singela atitude, na verdade uma entre outra muitas a que se assiste diariamente, encontra respaldo por parte do cidadão comum no fato de que, para efeitos práticos, o prejuízo individual é pequeno em relação às grandes falcatruas constantemente reveladas e atribuídas aos que exercem o poder e que, afinal, o exemplo vem de cima? É provável que estejamos, enquanto sociedade, desenvolvendo desde o descobrimento, um processo de realimentação que justifica pequenas ilegalidades quando relativadas aos grandes butins executados à luz do dia pelas classes que deveriam ser guardiãs da ética e da honestidade. A origem do ciclo é talvez tão intrigante quanto o dilema do ovo e da galinha embora neste último caso, biológico, já haja um consenso científico de que a galinha veio primeiro e no exemplo brasileiro a questão da origem esteja longe de ser resolvida. Será possível imaginar que em algum lugar do futuro a sociedade encontre forças para romper o impasse e esclarecer o dilema? Esperemos que sim e que um dia possamos bradar com convicção, parodiando João Ubaldo: "viva o povo brasileiro".

Paulo Roberto Gotaç
e-mail@dominio.com.br

Correspondências para Av. Francisco Matarazzo, 1.500 - Torre New York - CEP 05001-100 - Água Branca - SP ou para cartas@valor.com.br, com nome, endereço e telefone. Os textos poderão ser editados.

Interpretação da Justiça dos EUA é polêmica. Por ***Rabih Nasser, Salem Nasser e Nathalie Sato***

A Argentina e o direito internacional

Em 2001 a Argentina declarou uma moratória no pagamento de sua dívida externa. A suspensão dos pagamentos se estendia a títulos emitidos nos Estados Unidos de 1994 a 2001. Como resultado de negociações com os portadores desses títulos, o país conseguiu substituir, em 2005 e em 2010, a quase totalidade dos papéis. O fato de que alguns poucos investidores, entre os quais aqueles que compraram tardiamente os títulos — bem depois da moratória —, tenham optado pela cobrança judicial perante os tribunais de Nova Iorque dá lugar hoje a um risco de crise e novo calote.

Os títulos originários continham uma disposição, conhecida por pari passu, que impõe ao país devedor a obrigação de não subordinar esses papéis ou lhes dar condições menos privilegiadas que outros de mesma natureza.

Quando a Argentina renegociou a dívida, deixou muito claro, passando inclusive legislação nesse sentido, que os detentores de títulos que não se incorporassem ao processo de substituição dos papéis enfrentavam o risco de não-pagamento. E desde então, de fato, o país tem cumprido fielmente o cronograma de pagamentos dos títulos substituídos e não tem pago os que restaram.

O que decidiram os tribunais de Nova York, e o que foi finalmente confirmado pela Suprema Corte Americana, é que a interpretação correta da cláusula pari passu impõe a conclusão de que as decisões e a legislação argentinas, bem como o pagamento apenas dos títulos decorrentes da renegociação, são violações da igualdade de tratamento devida originalmente.

Essa decisão está fundada na interpretação que fazem da lei de Nova York que, segundo os termos dos títulos emitidos, é a lei aplicável às controvérsias que viessem a surgir. E a decisão é tomada pelos tribunais do mesmo Estado americano porque também isto está previsto em cláusula de foro competente.

Normalmente, por conta do princípio da soberania dos Estados, um país não pode ser submetido à jurisdição dos tribunais de um outro, a não ser que o faça voluntariamente. Trata-se da imunidade de jurisdição à qual o Estado pode, portanto, renunciar. E esta renúncia houve, aos olhos dos tribunais, pela aceitação dos termos dos títulos.

A situação atual suscita o debate sobre a conveniência de um acordo internacional para as renegociações de títulos de dívida soberana. Regras válidas internacionalmente poderia ajudar a lidar com as incertezas que afetam tanto Estados quanto investidores

Mas, para além da imunidade de jurisdição, há aquela imunidade dita de execução, ou seja, a impossibilidade de se executar as obrigações de um Estado diante da jurisdição de um outro, ainda que ele tenha renunciado à imunidade de jurisdição e tenha sido com base nessa renúncia condenado.

É esta limitação que dá um sentido especialmente problemático ao caso argentino.

Tanto a imunidade de jurisdição quando a de execução são regras do direito internacional público razoavelmente uniformes na sua compreensão. No entanto, cada Estado tem a sua própria formulação dessas normas. É por conta desse possível desencontro entre a interpretação dos tribunais nacionais e a formulação no direito internacional que surge a discussão sobre a possibilidade de a Argentina levar essa controvérsia à Corte Internacional de Justiça.

O Judiciário americano fundou sua decisão numa lei interna federal sobre a imunidade e interpretou seus termos como restrições a que as autoridades nacionais pudessem de algum modo penhorar ou apreender bens argentinos presentes no território americano.

Diante dessa restrição, decidiu o tribunal de Nova York, apoiado mais tarde pela Suprema Corte, que as medidas aptas, e permitidas, a dar força ao seu julgamento eram basicamente duas: por um lado, sem tomar posse dos recursos argentinos porventura existentes em bancos, impedir que a Argentina opere os pagamentos aos detentores dos títulos renegociados a não ser que o faça na mesma proporção em relação aos títulos dos que se recusaram a negociar; por outro lado, permitir que se demande de bancos e outros informações sobre bens argentinos existentes em qualquer lugar do mundo.

Há aqui evidentemente uma questão problemática que diz respeito à interpretação que fazem os tribunais americanos da imunidade de execução e seus limites. Combinado isso com o efeito extraterritorial, que esta decisão se permite explicitamente, e que decisões de tribunais americanos tendem a ter por força da centralidade desse país nas relações econômicas internacionais, situações críticas podem surgir e se multiplicar.

Por isso, a situação vivida pela Argentina suscita um debate sobre a conveniência de um acordo internacional para as renegociações de títulos de dívida soberana. A existência de regras válidas internacionalmente poderia ajudar a lidar com as incertezas que afetam tanto Estados quanto investidores nessas situações e que tendem a se agravar a partir da experiência argentina.

Rabih Nasser é professor da FGV Direito SP e sócio de Nasser Advogados
Salem Nasser é professor da FGV Direito SP e consultor de Nasser Advogados
Nathalie Sato é advogada de Nasser Advogados